

2019年05月30日

四维图新 (002405.SZ)

公司快报

证券研究报告

基础软件及套装软件

牵手航天机电，合力突破汽车芯片国产化

事件：公司5月29日晚间公告，与航天机电达成战略合作协议。双方将共同致力于国产汽车电子芯片技术与应用领域专业的合作，具体合作方向包括五大领域：芯片开发业务、电机算法开发业务、汽车电子芯片应用试点平台、汽车前装领域行业合规认证、品牌影响及市场拓展。

点评：

航天机电是国内领先的汽车零部件供应商。航天机电是航天科技集团重要的汽配产业运作平台，旗下拥有汽车空调和EPS两大系统及传感器、电器控制器等汽配产品，在全球拥有14家工厂，4个研发中心，3000余名员工，产业布局覆盖中国、韩国、泰国、印度、欧洲及美洲。作为国内领先的汽车零部件供应商，航天机电已跻身为全球汽车热交换系统主要供应商之一。

双方合作将共同发力汽车芯片国产化。根据公告披露，航天机电将依托在汽车零部件行业领域的显著优势和品牌影响，为四维图新自主研发的汽车电子芯片提供应用试点平台，同时为四维图新提供应用端的技术支持与服务。具体而言，双方合作点包括：航天机电下属爱斯达克在自主开发的汽车空调控制器项目中，将优先选用四维图新的MCU芯片，针对未来的汽车空调控制领域，尤其是新能源空调控制领域，为公司的芯片产品提供应用合作试点平台。

合作彰显杰发科技强大的竞争力。四维图新的车用芯片业务子公司杰发科技是国内顶尖的汽车芯片设计公司，旗下成熟的产品线——IVI芯片已经连续多年占据国内后装市场50%以上的市场份额，并在前装市场不断拓展。除了IVI芯片之外，杰发科技的产品线还包括：AMP车载功率电子芯片、MCU车身控制芯片，TPMS胎压监测芯片等。其中MCU芯片已于2018年12月通过车规级验证，成为国内首颗自主研发的车规级车身控制芯片，打破了一直以来国际巨头的技术垄断，并已获得量产订单。此次与航天机电的业务合作，再次彰显出杰发科技强大的竞争力，有望合力实现汽车芯片国产化的新突破。

投资建议：随着各项业务连续取得突破性进展，公司以高精度地图为核心打造智能汽车大脑的整体战略愈发清晰，朝着世界级的汽车科技企业大步迈进。此次与航天机电强强联手，有望合力实现汽车芯片国产化新突破，汽车芯片业务的成长空间将进一步打开。预计公司2019年、2020年EPS为0.41、0.56元，维持买入-A评级，12个月目标价35元。

风险提示：创新业务发展不及预期。

投资评级 **买入-A**

维持评级

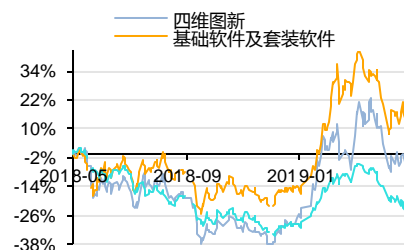
6个月目标价：**35元**

股价 (2019-05-29) **22.00元**

交易数据

总市值(百万元)	28,797.64
流通市值(百万元)	22,913.49
总股本(百万股)	1,308.98
流通股本(百万股)	1,041.52
12个月价格区间	14.03/27.66元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.24	2.24	15.99
绝对收益	-12.63	-4.1	-4.93

胡又文

分析师
SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

凌晨

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517120005
lingchen@essence.com.cn
021-35082059

相关报告

四维图新：携手5G，智能“位”来/胡又文	2019-04-27
四维图新：“华为+四维”，智能汽车产业大有可为/胡又文	2019-04-17
四维图新：业绩符合预期，大踏步迈入自动驾驶新时代/胡又文	2019-04-16
四维图新：承上启下之年，拉开自动驾驶业务商业化变现序幕/胡又文	2019-02-28
四维图新：Here加码中国市场，合作有望取得实质性进展/胡又文	2019-02-27

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,156.5	2,133.7	2,390.7	3,390.4	4,873.0
净利润	265.2	479.1	533.9	732.1	928.6
每股收益(元)	0.20	0.37	0.41	0.56	0.71
每股净资产(元)	5.07	5.50	6.09	6.54	7.11
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	108.6	60.1	53.9	39.3	31.0
市净率(倍)	4.3	4.0	3.6	3.4	3.1
净利润率	12.3%	22.5%	22.3%	21.6%	19.1%
净资产收益率	3.1%	5.1%	5.7%	7.4%	8.8%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	11.9%	10.9%	9.8%	14.9%	20.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,156.5	2,133.7	2,390.7	3,390.4	4,873.0	成长性					
减:营业成本	530.8	626.2	635.2	980.5	1,480.2	营业收入增长率	36.0%	-1.1%	12.0%	41.8%	43.7%
营业税费	21.6	20.7	23.9	33.9	48.7	营业利润增长率	214.8%	88.4%	-17.7%	45.7%	31.3%
销售费用	146.1	131.6	143.4	186.5	268.0	净利润增长率	69.4%	80.6%	11.5%	37.1%	26.8%
管理费用	1,314.2	478.2	1,314.9	1,729.1	2,387.8	EBITDA 增长率	62.4%	542.2%	-73.1%	35.0%	26.1%
财务费用	-58.8	-30.5	-3.6	-6.9	-8.9	EBIT 增长率	91.3%	1363.5%	-74.8%	45.3%	31.3%
资产减值损失	55.6	945.9	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	71.5%	126.0%	32.9%	36.7%	26.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	148.5%	47.3%	-10.1%	-6.8%	-9.1%
投资和汇兑收益	24.1	1,710.6	160.0	160.0	120.0	净资产增长率	116.7%	7.7%	9.5%	6.0%	7.2%
营业利润	268.9	506.7	416.9	607.3	797.2	利润率					
加:营业外净收支	0.6	0.0	99.0	100.0	100.0	毛利率	75.4%	70.7%	73.4%	71.1%	69.6%
利润总额	269.4	506.7	515.9	707.3	897.2	营业利润率	12.5%	23.7%	17.4%	17.9%	16.4%
减:所得税	57.1	129.3	51.6	70.7	89.7	净利润率	12.3%	22.5%	22.3%	21.6%	19.1%
净利润	265.2	479.1	533.9	732.1	928.6	EBITDA/营业收入	13.9%	90.0%	21.6%	20.6%	18.0%
						EBIT/营业收入	5.2%	76.9%	17.3%	17.7%	16.2%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	66	110	96	65	43
货币资金	3,443.4	2,304.5	3,746.0	4,583.8	5,680.2	流动营业资本周转天数	-171	-199	-36	5	-9
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	573	671	639	598	519
应收账款	657.2	462.8	687.7	975.3	1,401.8	应收帐款周转天数	87	90	82	84	84
应收票据	101.3	75.3	-	-	-	存货周转天数	12	13	13	13	14
预付帐款	35.6	42.2	42.2	42.2	42.2	总资产周转天数	1,162	1,604	1,418	1,078	844
存货	79.9	77.3	95.7	147.8	223.0	投资资本周转天数	374	667	673	434	278
其他流动资产	197.0	474.0	474.0	474.0	474.0	投资回报率					
可供出售金融资产	224.7	306.5	306.5	306.5	306.5	ROE	3.1%	5.1%	5.7%	7.4%	8.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	4.1%	4.8%	6.0%	6.6%
长期股权投资	82.8	1,298.3	78.4	78.4	78.4	ROIC	11.9%	10.9%	9.8%	14.9%	20.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	647.4	654.4	623.5	592.4	561.3	销售费用率	6.8%	6.2%	6.0%	5.5%	5.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	60.9%	22.4%	55.0%	51.0%	49.0%
无形资产	597.1	1,074.9	917.3	838.1	757.3	财务费用率	-2.7%	-1.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	3,425.3	2,411.1	2,346.8	2,347.6	2,348.2	三费/营业收入	65.0%	27.1%	60.8%	56.3%	54.3%
资产总额	9,798.9	9,215.1	9,618.1	10,686.1	12,173.0	偿债能力					
短期债务	-	-	47.5	27.0	26.3	资产负债率	29.8%	19.7%	15.7%	19.6%	24.3%
应付帐款	2,357.7	1,145.4	817.9	1,262.6	1,906.0	负债权益比	42.6%	24.5%	18.7%	24.3%	32.1%
应付票据	5.7	25.0	-	-	-	流动比率	1.60	1.98	3.55	3.17	2.82
其他流动负债	412.4	511.4	507.2	625.9	796.4	速动比率	1.57	1.94	3.48	3.09	2.73
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1.91	-53.74	-114.38	-86.94	-89.00
其他非流动负债	96.1	81.0	90.0	125.0	176.9	分红指标					
负债总额	2,925.0	1,812.3	1,512.2	2,090.0	2,955.1	DPS(元)	0.04	0.04	0.08	0.11	0.14
少数股东权益	237.8	201.5	131.9	36.4	-84.7	分红比率	17.9%	11.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,282.6	1,309.5	1,309.0	1,309.0	1,309.0	股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
留存收益	5,425.6	6,237.9	6,665.1	7,250.7	7,993.6						
股东权益	6,874.0	7,402.8	8,106.0	8,596.1	9,217.9						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.20	0.37	0.41	0.56	0.71
现金流量表						BVPS(元)	5.07	5.50	6.09	6.54	7.11
净利润	212.3	377.4	533.9	732.1	928.6	PE(X)	108.6	60.1	53.9	39.3	31.0
加:折旧和摊销	304.5	375.6	102.8	96.4	90.2	PB(X)	4.3	4.0	3.6	3.4	3.1
资产减值准备	55.6	945.9	20.0	20.0	20.0	P/FCF	-17.8	-27.9	27.2	28.8	22.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	13.4	13.5	12.0	8.5	5.9
财务费用	-37.9	2.5	-3.6	-6.9	-8.9	EV/EBITDA	101.6	8.3	48.6	34.7	26.3
投资损失	-24.1	-1,710.6	-160.0	-160.0	-120.0	CAGR(%)	44.2%	28.9%	30.6%	27.4%	28.0%
少数股东损益	-52.9	-101.7	-69.6	-95.5	-121.1	PEG	2.5	2.1	1.8	1.4	1.1
营运资金的变动	-304.5	-25.6	-420.6	257.9	363.5	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.0	1.5	2.0
经营活动产生现金流量	390.3	370.7	2.9	844.0	1,152.2	REP	8.0	3.1	6.0	4.1	3.2
投资活动产生现金流量	-3,276.9	-932.2	1,350.2	140.0	110.0						
融资活动产生现金流量	3,210.3	915.9	-56.2	-160.0	-177.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文、凌晨声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034